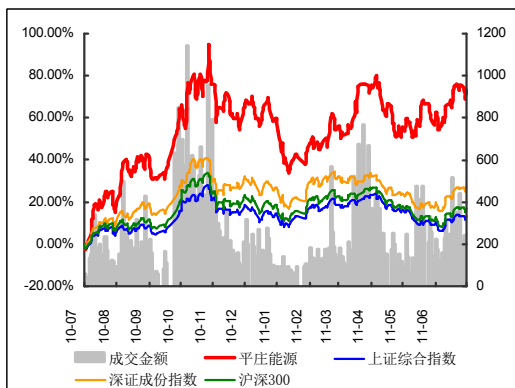


评级：谨慎推荐（首次）

报告时间：2011年7月14日

业绩增长稳定 资产注入值得期待**——平庄能源深度研究报告**

市场数据（截至7月13日）：

公司评级	谨慎推荐（首次）
年内最高价/最低价	17.20/12.36
上证指数	2795.48
深圳综指	12479.15
沪深300指数	3106.25

分析师：于宏

执业证书编号：S0770209070028

电话：(0351) 4131415

E mail: yuh@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号山西世贸中心A座F12、F13

邮编：030012

网址：http://www.dtsbc.com.cn

近期报告：

《澳洲开征碳税 经济影响不大 但影响深远——澳洲开征碳税点评》2011-7-13

《煤炭行业周报》2011-7-13

《焦炭行业周报》2011-7-8

《2011年中期煤炭行业投资策略报告》2011-7-5

➤ 经过资产重组后，公司经营范围由“畜牧业”变更为“煤炭生产、洗选加工、销售”，受益于大宗商品市场繁荣以及煤炭行业高景气度，公司重组后主营业务收入快速增长，虽然08-09年的金融危机导致煤价大跌，但2010年公司恢复增长，各项财务指标表现良好。

➤ 国电集团成为公司控股股东后，公司加大了和大股东的合作，国电集团部分电厂分布在公司在产煤矿的周边区域，一定程度上保障了公司的煤炭销售。2011年公司分别与13家热电企业签订重点电煤合同，总计煤炭销售合同量为440万吨，占公司预计销售量的40%，合同金额15.13亿元（销售价格及金额均为含税价格），综合售价达到了343元/吨。

➤ 由于近几年煤炭行业处于高度景气阶段，煤价不断上升，而煤炭市场没有完全放开，计划煤和市场煤价格差距不断拉大，09年以来公司不断调整销售结构，减少电煤即合同煤比例，适度增加了在当地的销售比例，使得公司综合煤价仍稳步上升。

➤ 公司本部成熟矿井未来增产空间较小，09年、10年产品平稳，分别为1003万吨和983万吨，小幅下降2%，而1011年公司计划生产1024万吨，只比2010年增长约41万吨，增幅约4%。未来增长主要依靠产品价格的提升。

➤ 公司主要矿区位于内蒙东部赤峰市，东部和辽宁省接壤、北部临近锡林郭勒盟、交通优势明显，矿区自营铁路与国铁在四个车站接轨，国铁叶赤线纵跨矿区，京通线横贯北端。赤朝、平双公路交汇贯通，铁路、公路可直达京津、东北等各大中城市及秦皇岛港、锦州港，交通十分便利。

➤ 即将建成的赤大白铁路将与锦赤（锦州—赤峰）铁路、锦州港码头连接，形成我国“北煤南运”的第四条大通道，2010年开工的赤绥铁路（赤峰—绥中港），从蒙东地区交通要冲赤峰直达辽西港口绥中港，是蒙东地区又一条大运

能煤炭下海通道。这两条铁路为华东、华中、华南提供稳定的煤炭资源，也为公司的煤炭销售开启了新的通道。

➤ 平煤集团重组草原兴发时曾承诺，为彻底解决平庄煤业与上市公司同业竞争问题，平庄煤业已承诺在元宝山露天矿、白音华矿符合上市条件并且市场时机合适时尽快完成煤炭资产整体上市。白音华矿可采储量 7.38 亿吨，项目二期达产后，该矿产能可达到 1500 万吨/年。元宝山露天矿可采储量 3 亿吨，如果上述两矿注入上市公司，平庄能源拥有的煤炭可采储量将增加 11 亿吨，将带给公司 2.5 倍产能提升，3 倍多的储量提升。

➤ 根据内蒙古煤炭整合重组方案的要求，至 2013 年，全区地方煤炭企业将由现有的 353 户减少到 80-100 户之间，在规模上，地方企业中将形成 1-2 户亿吨级、5-6 户五千万吨级、15-16 户千万吨级的大型煤炭企业，其中 20 户营业收入要超百亿元。2013 年底，全区煤炭生产企业最低生产规模 120 万吨（部分地区可根据自身条件，提高到 300 万吨）。生产规模在 120 万吨以下的煤炭生产企业全部退出市场。公司所在地赤峰市规划煤炭企业数量少于 7 户，未来公司有望成为当地煤炭整合的主体。

➤ 在不考虑资产注进的情况下，我们预计公司 2011 年-2013 年每股收益分别为 0.79 元、0.85 元，分别对应 20X、18X 和 13.7X 市盈率，略高于行业平均值。但从长期来看，大股东的承诺的注入条件越来越成熟，而内蒙古煤炭资源整合也给公司发展带来的机遇，因此我们给予“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：系统性风险将带来个股估值的大幅波动，请投资者注意风险。

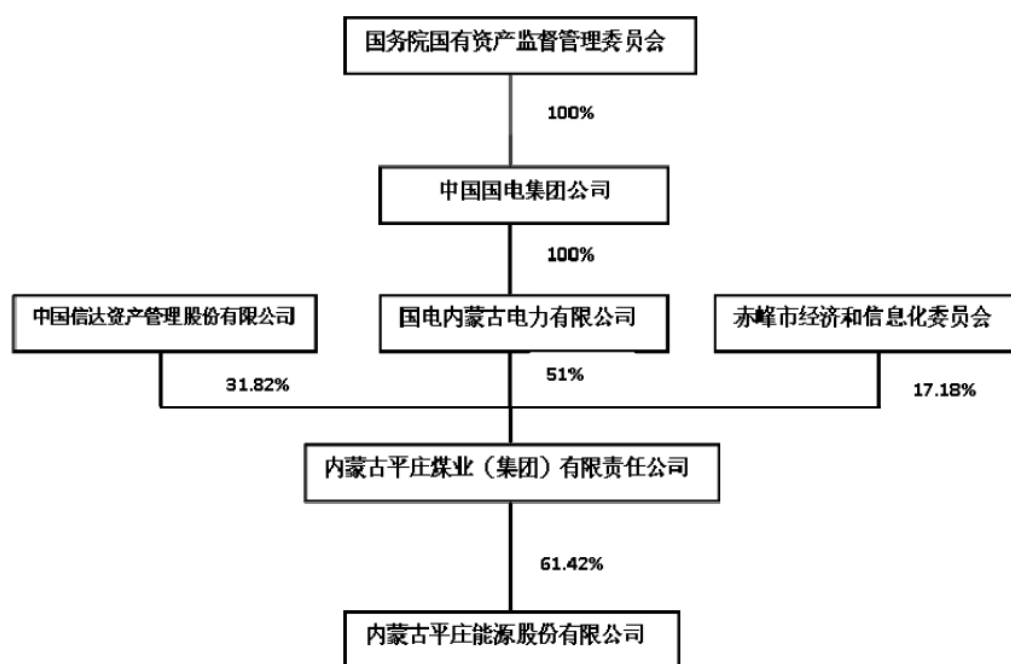
目录

图表 1 公司股权结构.....	4
图表 2 主营业务收入及增长（单位：万元 %）	5
图表 3 主营业务构成（单位：万元）	5
图表 4 分业务毛利率比较（单位：%）	6
图表 5 煤炭销售分类（单位：%）	6
图表 6 公司煤炭综合售价（单位：元/吨）	7
图表 7 煤矿销量及价格（单位：元/吨）	7
图表 8 煤矿销量及价格（单位：元/吨）	8
图表 9 煤炭产销量（单位：万吨）	8
图表 10 煤炭自销和代销分类（单位：万吨）	9
图表 11 赤峰元宝山地理位置.....	9
图表 12 锦赤铁路路线图.....	10
图表 13 公司煤炭销售情况.....	11
图表 14 公司煤炭关联销售情况.....	11
图表 15 大股东持有的煤矿资产.....	12
图表 16 内蒙古煤炭资源整合规划.....	13
图表 17 煤炭业务盈利假设.....	13
图表 18 盈利预测.....	14

公司简介

内蒙古平庄能源股份有限公司,其前身是内蒙古草原兴发股份有限公司。2006年11月7日,草原兴发与内蒙古平庄煤业(集团)有限责任公司(以下简称“平煤集团”)签署了《资产置换协议》及《新增股份购买资产协议》,以合法拥有的全部账面资产及除10.9亿元银行负债之外的全部负债,与平煤集团合法拥有的风水沟、西露天、六家及古山煤矿经营性资产、老公营子在建工程资产及集团本部部分核心辅助经营性资产进行置换,资产置换形成的交易差额由本公司向平煤集团定向发行4亿股有限售期流通股进行支付,资产置换于2007年11月27日实施完毕,公司更名为平庄能源。

股权结构



图表 1 公司股权结构

资料来源:公司公告

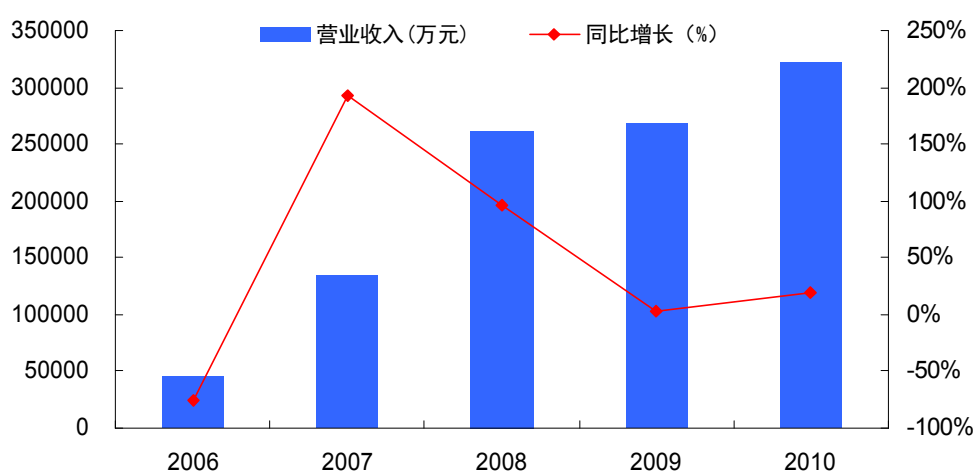
2008年4月,公司实际控制人赤峰市经济委员会和中国国电集团签署《关于转让内蒙古平庄煤业(集团)有限责任公司股权协议》,协议约定赤峰市经济委员会向国电集团转让平煤集团48%股权,转让价格为20.91亿元,其后赤峰市经济委员会又无偿划转了3%的股权给国电集团,通过这两种方式国电集团实质成为平煤集团的控股股东,并间接控股公司,公司实际控制人由赤峰市经委变更为国电集团。

经营分析

重组后公司业务快速增长

经过资产重组后，公司经营范围由“畜牧业”变更为“煤炭生产、洗选加工、销售”，受益于大宗商品市场繁荣以及煤炭行业高景气度，公司重组后主营业务收入快速增长，虽然 08-09 年的金融危机导致煤价大跌，但 2010 年公司恢复增长，各项财务指标表现良好。

图表 2 主营业务收入及增长（单位：万元 %）

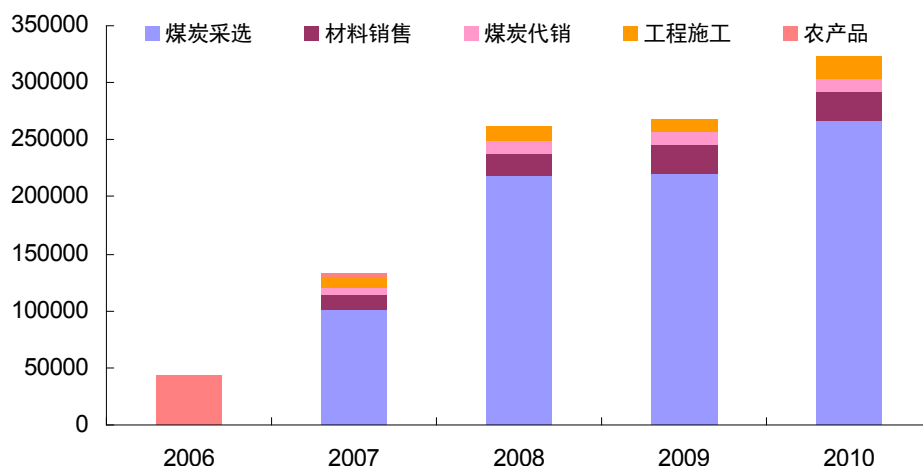


资料来源：公司公告

煤炭开采业务为主

在收入构成中，公司由农产品变为煤炭开采业务，近几年煤炭销售收入占主营业务收入达到 80%以上，业务类型较为单一，容易受到市场波动影响。

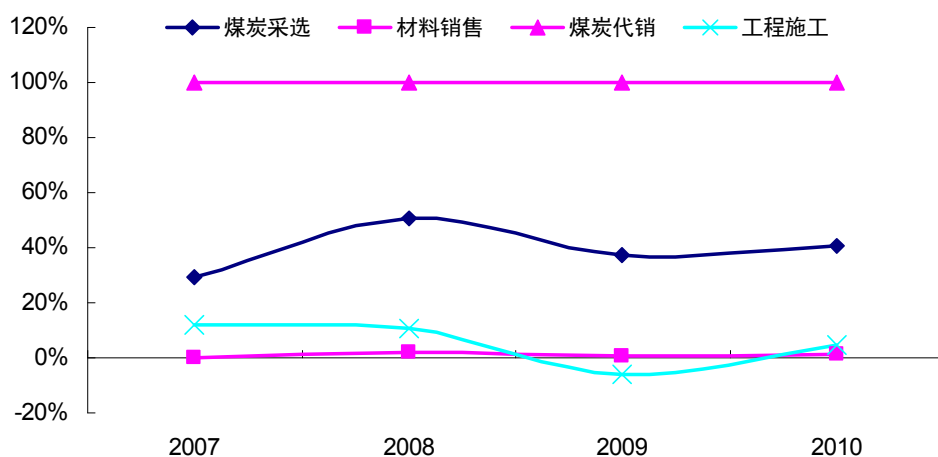
图表 3 主营业务构成（单位：万元）



资料来源：公司公告

平煤集团重组公司时为避免大股东和上市公司同业竞争，承诺公司作为集团煤炭业务的平台全权负责集团公司煤炭销售，上市公司按 10 元/吨的价格收取代销费用，这也是公司收入的一个重要来源，09 年受煤价大幅下滑，公司煤业毛利率由 08 年的 50% 下降到 37%，2010 年恢复到 40%。而代销业务没有受到影响，保持稳定，除煤炭和代销以外的其他业务基本处于微利。

图表 4 分业务毛利率比较（单位：%）

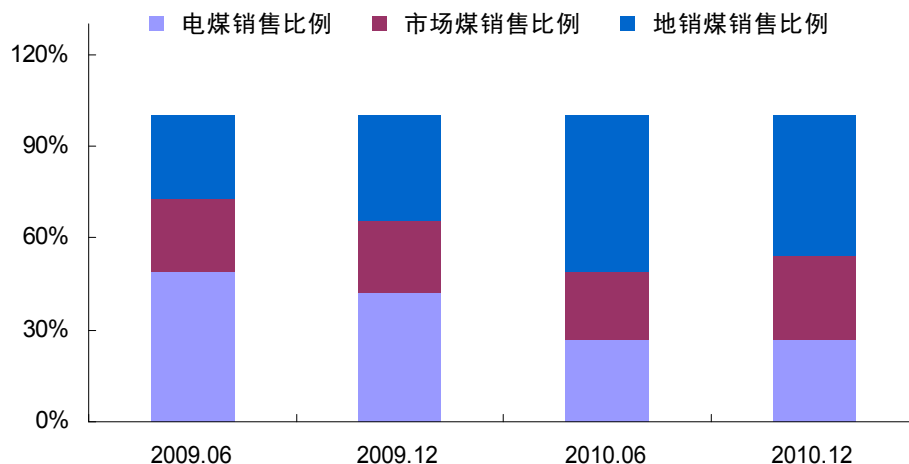


资料来源：公司公告

调整煤炭销售结构

国电集团成为公司控股股东后，公司加大了和大股东的合作，国电集团部分电厂分布在公司产煤矿的周边区域，一定程度上保障了公司的煤炭销售。由于近几年煤炭行业处于高度景气阶段，煤价不断上升，而煤炭市场没有完全放开，计划煤和市场煤价格差距不断拉大，09 年以来公司不断调整销售结构，减少电煤即合同煤比例，适度增加了在当地的销售比例，使得公司综合煤价仍稳步上升。

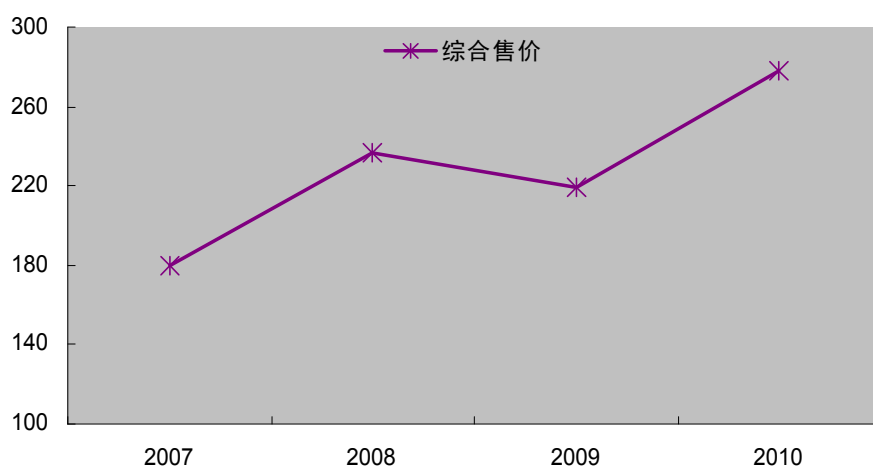
图表 5 煤炭销售分类（单位：%）



资料来源：公司公告

公司 09 年及以前重点合同煤比例一直在 40% 以上, 2010 年朝阳发电厂落后几组关停后, 重点合同煤减少 100 多万吨。受此影响, 2010 年公司电煤销售占比下降至 25. 62%, 市场煤与地销煤由 2009 年的 22. 83% 和 33. 86% 提高到 2010 年的 27. 93% 和 45. 45%, 销售结构的改变使得公司 2010 年的综合煤价同比增长了 27%, 这是公司 2010 年业绩增长的主要原因。

图表 6 公司煤炭综合售价 (单位: 元/吨)



资料来源：公司公告

由于公司煤炭主要是褐煤, 发热量较低约 3000 大卡, 因此价格较低, 公司的煤炭综合售价只有 280 元/吨, 重点合同电煤的价格只有 180 元/吨, 吨净利润只有 40 元左右, 低于行业平均水平。

2011 年公司分别与 13 家热电企业签订重点电煤合同, 总计煤炭销售合同量为 440 万吨, 占公司预计销售量的 40%, 合同金额 15. 13 亿元 (销售价格及金额均为含税价格), 综合售价达到了 343 元/吨。由于发改委的限价, 公司年度重点电煤合同价格仍执行 2010 年煤炭销售价格, 未发生变化, 预计今后几年公司重点合同煤占比将会继续保持在 30% 左右。

图表 7 煤矿销量及价格 (单位: 元/吨)

电厂	西露天矿	风水沟矿	老公营子矿	古山矿	五家矿	六家矿	平均价格
国电滦河发电厂	206	212	212	185	197		204
国电承德热电有限公司	206	212	212	185	197		204
国电电力大连开发区热电厂				320		320	320
大连庄电晨龙国际贸易有限公司	204	326					
天津国电津能热电有限公司	206	212	212	185	197		204
国电铜陵发电有限公司	204	326					
国电蓬莱发电有限公司	204	326					
国电蚌埠发电有限公司	204	326					
国电天津第一热电厂	206	212	212	185	197		204

天津国电津能滨海热电有限公司	206	212	212	185	197	204
国电泰州发电有限公司	204	327.5				
国电谏壁发电厂	204	327.5				
国电常州发电有限公司	204	327.5				
元宝山发电有限责任公司	196	204	204	196	196	193.63

资料来源：公司公告

本部煤炭产量增长平稳

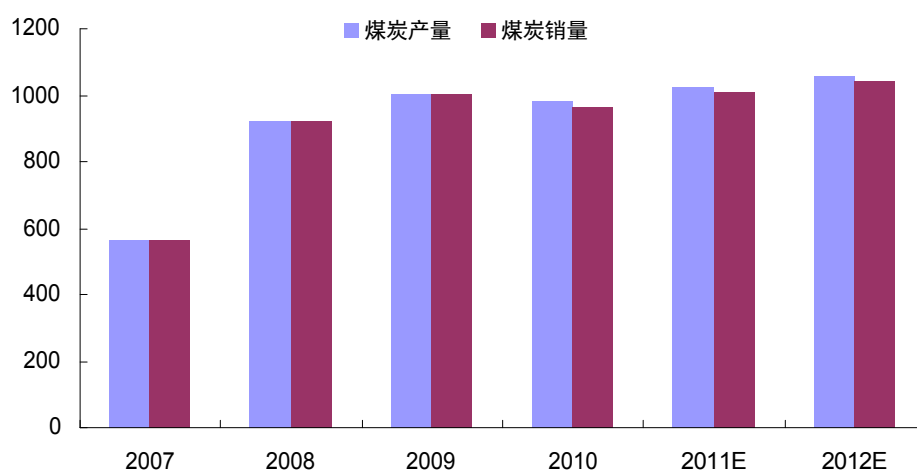
公司本部煤矿主要是 2007 年资产重组时置入的古山矿、六家矿、风水沟矿、西露天矿、老公营子矿 5 个生产矿，资源储量约 4.9 亿吨，可采储量约 3.2 亿吨，合计产能约 885 万吨，其中老公营子煤矿采矿权并未注入上市公司，根据公司与平庄煤业签署《老公营子矿合作开发协议》的约定，平庄煤业按照老公营子投产后实际销售吨煤的数量，每吨获得 10 元的合作收益。2010 年老公营子煤矿销售煤炭 2,018,552.70 吨，公司向平庄煤业支付合作收益 20,185,530.00 元。2010 年年报中披露大股东向上市公司转让老公营子采矿权事宜正在筹划。

图表 8 煤矿销量及价格（单位：元/吨）

名称	保有储量（万吨）	可采储量（万吨）	核定生产能力万吨
风水沟	16056.6	11078.4	210
西露天	5899	3709	230
六家矿	13211.1	7157.3	120
古山矿区	3560.6	1884	145
老公营子	11200	8084	180
合计	49927.3	31912.7	885

资料来源：公司公告

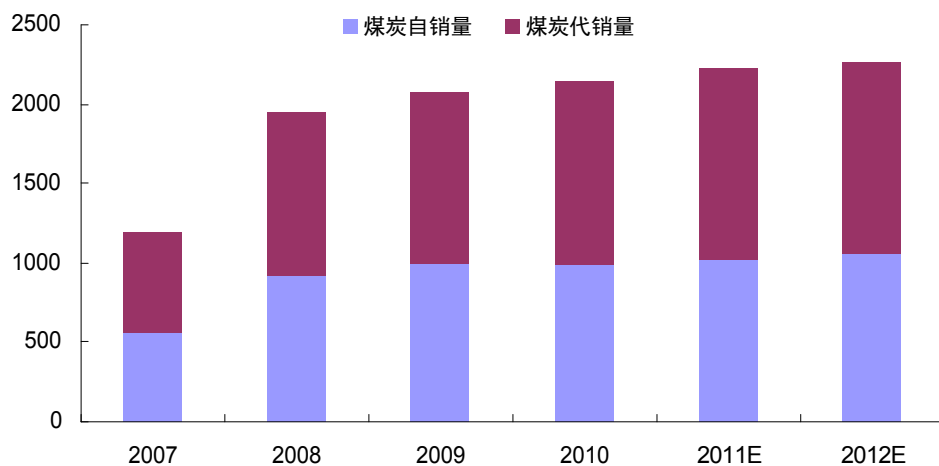
图表 9 煤炭产销量（单位：万吨）



资料来源：公司公告

公司本部成熟矿井未来增产空间较小，09年、10年产品平稳，分别1003万吨和983万吨，小幅下降2%，而1011年公司计划生产1024万吨，只比2010年增长约41万吨，增幅约4%。未来增长主要依靠产品价格的提升。

图表 10 煤炭自销和代销分类（单位：万吨）



资料来源：公司公告

投资亮点

区位优势明显

图表 11 赤峰元宝山地理位置



资料来源：大同证券研究部整理

公司主要矿区位于内蒙东部赤峰市，东部和辽宁省接壤、北部临近锡林郭勒盟、交通优势明显，矿区自营铁路与国铁在四个车站接轨，国铁叶赤线纵跨矿区，京通线横贯北端。赤朝、平双公路交汇贯通，铁路、公路可直达京津、东北等各大中城市及秦皇岛港、锦州港，交通十分便利。

新入海通道即将建成

2008 年开始建设的赤峰至锦州铁路起自赤—大—白铁路大木头沟站，经赤峰市、朝阳市、葫芦岛市至锦州港西港口站，正线全长 282 公里。赤大白铁路北起内蒙古自治区锡盟境内的白音华煤田，向南途径大板与集通铁路（集宁—通辽）相接，南至内蒙古赤峰西站与京通铁路（北京—通辽）相接，全长约 331 公里，是为开发白音华煤田配套建设的运煤专用铁路。

赤大白铁路将与锦赤（锦州—赤峰）铁路、锦州港码头连接，形成我国‘北煤南运’的第四条大通道，为华东、华中、华南提供稳定的煤炭资源，也为公司的煤炭销售开启了新的通道。

2010 年开工的赤绥铁路（赤峰—绥中港），正线全长 349.42 公里，设计时速为 120 公里/小时，总工期 36 个月，2013 年 9 月底完工，投资规模近 149 亿元。该项目的功能定位是：赤绥铁路新线纵穿辽西地区，从蒙东地区交通要冲赤峰直达辽西港口绥中港，是蒙东地区又一条大运能煤炭下海通道。

图表 12 锦赤铁路路线图



资料来源：大同证券研究部整理

受益大股东支持 煤炭销售有保证

依托实际控制人国电集团，公司在煤炭销售上具有强大市场优势。其市场目前主要集中在蒙东、辽宁大

部、河北东部等大中型火力发电厂及市场用户，销售区域内部分电厂锅炉按照公司煤质设计，依存度高。国电集团成其实际控制人后，在下属沿江沿海十四个电煤用户推行配煤掺烧，对公司煤炭外销形成强有力支撑。

图表 13 公司煤炭销售情况

	销售总量 (万吨)	平均价格 (元/吨)	总交易金额 (万元)
国电滦河发电厂	30	204	6120
国电承德热电有限公司	90	204	18360
国电电力大连开发区热电厂	20	320	6400
大连庄电晨龙国际贸易有限公司	40	326	25440
天津国电津能热电有限公司	50	204	10200
国电铜陵发电有限公司	40	326	25440
国电蓬莱发电有限公司	30	326	9780
国电蚌埠发电有限公司	40	326	25440
国电天津第一热电厂	10	204	2040
天津国电津能滨海热电有限公司	60	204	12240
国电泰州发电有限公司	10	327.5	3275
国电谏壁发电厂	10	327.5	3275
国电常州发电有限公司	10	327.5	3275
合计	440	279	151285

资料来源：公司公告

图表 14 公司煤炭关联销售情况

关联方	向关联方销售产品和提供劳务	
	交易金额	占同类交易金额的比例
内蒙古平庄煤业(集团)有限责任公司	49,205.40	15.13%
国电电力朝阳发电厂	3,823.02	1.43%
国电滦河发电厂	5,550.74	2.08%
国电承德热电厂	1,852.45	0.69%
赤峰集能煤炭经销有限公司	185.37	0.07%
国电电力大连开发区热电厂	5,454.72	2.04%
大连庄电晨龙国际贸易有限公司	97.95	0.04%
天津国电津能热电有限公司	331.77	0.12%
国电蓬莱发电有限公司	134.18	0.05%
合计	66,635.60	20.49%

资料来源：公司公告

期待资产注入承诺兑现

大股东中国国电集团控制煤炭资源量 140 亿吨，控股煤炭产量 4700 万吨。公司作为国电下属唯一煤炭

上市公司，有望成为国电煤炭资产资本运作的上市平台。

平煤集团重组草原兴发时曾承诺，为彻底解决平庄煤业与上市公司同业竞争问题，平庄煤业已承诺在元宝山露天矿、白音华矿符合上市条件并且市场时机合适时尽快完成煤炭资产整体上市。其白音华矿可采储量 7.38 亿吨，项目二期达产后，该矿产能可达到 1500 万吨/年。该矿 2011 年产量有望达到 700 万吨。元宝山露天矿可采储量 3 亿吨，2010 年该矿煤炭产量已经达到 950 万吨。如果上述两矿注入上市公司，平庄能源拥有的煤炭可采储量将增加 11 亿吨，将带给公司 2.5 倍产能提升，3 倍多的储量提升。

图表 15 大股东持有的煤矿资产

	资产储量（亿吨）	核定产能（万吨）
元宝山露天矿	2.29	800
白音华露天矿	7.38	700
红庙露天矿		198

资料来源：大同证券研究部整理

大股东积极扩充资源

除了发展现有项目外，公司大股东积极扩充资源平煤集团还深入新疆“抢煤”，占有煤炭资源近 33 亿吨。大股东未来开发的新疆尼勒克煤田，位于新疆北部伊犁哈萨克自治州境内，距伊宁市 113 公里，煤田面积 107 平方公里，预测煤炭资源储量 33 亿吨。可采煤层为低变质烟煤，煤质特征为低灰、中等挥发份、特低硫、特低磷、特低氯、高热值煤，原煤发热量 6047-6747 大卡。

根据规划煤田整体开发分两个阶段进行，第一阶段，2009—2015 年，生产原煤 1000 万吨，煤制气 40 亿立方米，年产聚丙烯 60 万吨，建设 2X60 机组电厂。第二阶段，2015—2020 年，原煤生产 2000 万吨，煤制气 100 亿立方米，在 2X60 电厂基础上再建设 2X100 机组电厂。以上两个发展阶段均由平煤公司负责煤炭生产和煤化工开发建设。

目前，平庄煤业公司正在积极注册成立‘平煤伊犁能源化工有限责任公司’，对尼勒克县境内欲查区的探矿权正在整合收购中。取得探矿权后，将委托设计并申办矿井立项核准、开发建设的各种手续。

资产注入障碍

上世纪 90 年底末在煤炭行业惨淡经营之际，为处理不良资产，中国信达资产管理股份有限公司（当时为中国信达资产管理公司，以下简称信达资产）资产信达资产接受银行的债转股资产。

2000 年，信达资产对平庄矿务局（平煤集团前身）实施债转股，在信达资产接受债转股资产后的十余年中，由于平煤集团对股份不进行分红，因此其并没有获得收益。目前信达资产持有平煤集团 31.82% 的股份，平煤集团若成功履行其将元宝山和白音华两矿在合适的时机注入上市公司的承诺，必须使两大煤矿满足生产条件的同时，协调集团自身内部及控股股东各方利益，这种协调过程的时间长短是不可预测的，将对资产注入产生障碍。

受益内蒙古煤炭资源整合

继山西、山东及陕西等省开展煤炭资源整合及企业重组后，内蒙古的煤炭企业重组又将拉开大幕。根据重组方案的要求，至 2013 年，全区地方煤炭企业将由现有的 353 户减少到 80-100 户之间，在规模上，地方企业中将形成 1-2 户亿吨级、5-6 户五千万吨级、15-16 户千万吨级的大型煤炭企业，其中 20 户营业收入要超百亿元。

2013 年底，全区煤炭生产企业最低生产规模 120 万吨（部分地区可根据自身条件，提高到 300 万吨）。生产规模在 120 万吨以下的煤炭生产企业全部退出市场。公司所在地赤峰市规划煤炭企业数量少于 7 户，未来公司有望成为当地煤炭整合的主体。

图表 16 内蒙古煤炭资源整合规划

盟市	到 2013 年末企业数量（户）
呼和浩特	1 户
包头	3 户以内
呼伦贝尔	6 户以内
兴安盟	1 户
通辽市	4 户以内
赤峰市	7 户以内
锡林郭勒盟	7 户以内
鄂尔多斯市	40 户以内
巴彦淖尔市	1 户
乌海市	7 户以内
阿拉善盟	5 户以内

盈利预测

在不考虑资产注进的情况下，我们预计公司 2011 年-2013 年每股收益分别为 0.79 元、0.85 元，分别对应 20X、18X 和 13.7X 市盈率，略高于行业平均值。但从长期来看，大股东的承诺的注入条件越来越成熟，而内蒙古煤炭资源整合也给公司发展带来的机遇，因此我们给予“谨慎推荐”的投资评级。

风险提示

煤矿生产存在一定的不安全因素，煤炭价格波动是公司业绩的绝对决定因素，公司目前所得税为 15%，税收优惠政策能否继续存在一定的政策风险。

图表 17 煤炭业务盈利假设

	2009A	2010A	2011E	2012E
销量（万吨）	1005.29	962	1024	1024

增长率	9.13%	-4.31%	6.44%	0.00%
平价销售价格（元/吨）	218.93	278	332	343
增长率	-7.69%	26.98%	19.42%	3.31%
吨煤成本（元/吨）	135	153	170	179
煤炭销售收入（万元）	220,088.14	267,436.00	339,968.00	351,232.00
煤炭营业成本（万元）	135,714.15	147,186.00	174,080.00	183,296.00

图表 18 盈利预测

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	268784	322624	363452	389968
营业成本	176513	198763	218452	234309
营业税金及附加	7566	9934	10855	11699
销售费用	1065	1313	1434	1546
管理费用	27738	34173	37340	40244
财务费用	(326)	(326)	(326)	(326)
资产减值损失	1220	1000	1000	1000
投资收益	0	0	0	0
利润总额	55008	77767	94697	101496
所得税	8251	11665	14205	15224
净利润	46757	66102	80492	86272
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	46757	66102	80492	86272
EPS（元）	0.46	0.64	0.79	0.85

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明：

本报告由大同证券经纪有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。